

新周期渐行渐明，流动性阶段缓解

——兼评 2011 年 1 季度宏观经济数据

高善文¹ 莫倩² 尤宏业³ 高伟栋⁴

2011 年 4 月 20 日

内容提要

2011 年 1 季度经济增速明显高于此前市场的一致预期；在工业增速爬升的同时，容易注意到电力、钢铁和化工等周期性行业的生产在显著恢复；虽然节能减排政策的缓解可能与此相关，但生产资料价格指数总体性的上升显示其他一些因素的影响应该更大。

生产资料价格的上升较多地集中在中下游产品上，这显示成本推动的影响并非价格压力的主要来源；在诸多行业，企业的盈利都创出或接近历史最高水平；同时 1 季度还出现了将近七年以来的首次季度贸易逆差。从这些广泛的证据来看，在过去数年始终困扰中国经济的产能过剩问题似乎已经大体解决。

在机械和装备制造领域，由于过去六七年时间里显著和广泛的技术进步，在国际竞争力提升和进口替代的过程中，新的主导性产业渐露端倪。因此，由

¹首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

²高级宏观分析师，moqian@essence.com.cn，S1450511020021

³高级宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511020028

⁴报告联系人，gaowd@essence.com.cn，010-66581626

私人部门投资驱动的、靠设备投资来引导的新一轮经济周期正在启动的迹象似乎越来越明显。如果这样的猜测最终得到验证，这一趋势的兴起将对未来十年中国的经济增长、通货膨胀、宏观政策和资本市场格局产生广泛而深刻的影响，无疑需要引起密切的注意。

通货膨胀的高点可能在年中附近，下半年的通货膨胀水平可能会有所回落。但在经济走过刘易斯拐点和新一轮经济周期逐渐启动的背景下，今年下半年通货膨胀向上超预期的风险在明显加大。

值得关注的是，去年底流动性高度紧张的局面在最近两个月出现明显缓解。这一现象无疑是令人困惑的，从通货膨胀的爬升到宏观政策的紧缩基调，从新周期的启动到欧央行的加息，似乎都显示流动性应该处在收紧的趋势中。目前我们谨慎地认为这一流动性缓解可能是临时性的，也许与房地产的限购挤出资金或宏观调控在操作上的三心二意有关系，并会被经济或通货膨胀向上朝预期的发展所打破。

然而，在短期内，在流动性阶段性缓解继续维持的情况下，再考虑到企业盈利改善的趋势，我们对资本市场就需要抱有比此前更积极的看法。

一、新周期渐行渐明

2011 年 1 季度经济增速明显高于此前市场的一致预期；在工业增速爬升的同时，容易注意到电力、钢铁和化工等周期性行业的生产在显著恢复；虽然节能减排政策的缓解可能与此相关，但生产资料价格指数总体性的上升显示其他一些因素的影响应该更大；国际商品价格的上涨无疑推动着输入性通货膨胀压力的积累，但生产资料价格的上升较多地集中在中下游产品上，这显示成本推动的影响并非价格压力的主要来源；在水泥、家用电器、服装制造、汽车及零配件、工程机械等诸多领域，企业的盈利都创出或接近历史最高水平；同时 1 季度还出现了 10.2 亿美元的贸易逆差，这是将近七年以来的首次季度贸易逆差。从这些广泛的证据来看，在过去数年始终困扰中国经济的产能过剩问题似乎已经大体解决。

在机械和装备制造领域，由于过去六七年时间里显著和广泛的技术进步，在国际竞争力提升和进口替代的过程中，新的主导性产业渐露端倪，因此，由私人部门投资驱动的、靠设备投资来引导的新一轮经济周期正在启动的迹象似乎越来越明显。

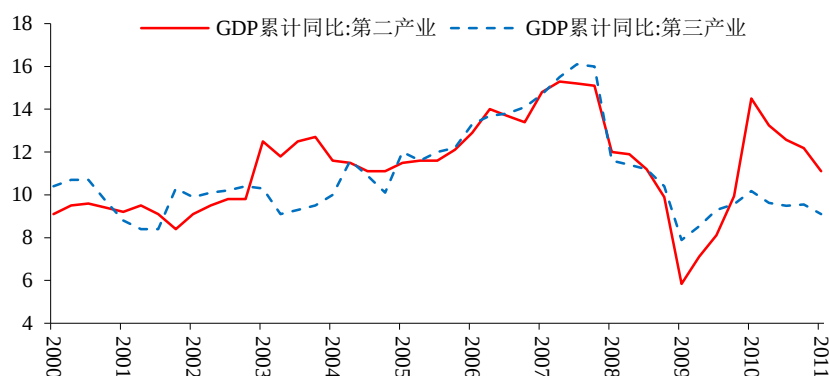
如果这样的猜测最终得到验证，这一趋势的兴起将对未来十年中国的经济增长、通货膨胀、宏观政策和资本市场格局产生广泛而深刻的影响，无疑需要引起密切的注意。尽管迄今为止的证据可能还有疑问，并且短期内周期的启动也许还会有一些反复，但我们至少正在非常接近这样的转折点，甚至刚刚跨过这一转折点的可能性显然不容忽视。

(1) 内需增长出现加速

尽管从微观层面和草根调研情况来看, 2月下旬至3月中旬中国的经济可能出现了暂时的放缓, 然而整体来说, 从工业、贸易、物价和增长等层面的数据看, 1季度中国的内需增长出现比较明显的加速;

1季度的中国经济增长为 9.7%, 要高于此前的市场预期; 进一步考虑到去年 1 季度的高基数, 实际上, 应该说今年 1 季度中国经济的加速步伐是比较明显的。从 1 季度经济增长的分产业数据来看, 第二产业开始明显加速, 其与第三产业增速之间的裂口出现扩大; 这一情况在上一轮经济周期中出现在 2003 年。

图1: GDP 二、三产业累计同比 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

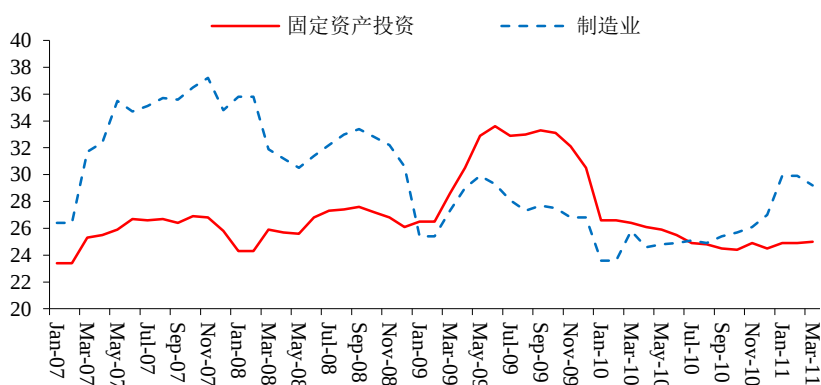
1 季度出现了 10.2 亿美元的贸易逆差, 是将近七年以来的首次季度贸易逆差。我们认为这是新一轮经济周期启动的征兆, 贸易逆差的出现意味着经济体内过剩产能的消除和内需的逐渐走强。上一次季度贸易逆差出现在 2003 年和 2004 年的一季度, 那是上一轮中国经济周期逐渐启动上行的时期。

图2：中国贸易顺差占名义 GDP 的比例 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

图3：中国固定资产投资总量和制造业投资累计同比 (%)



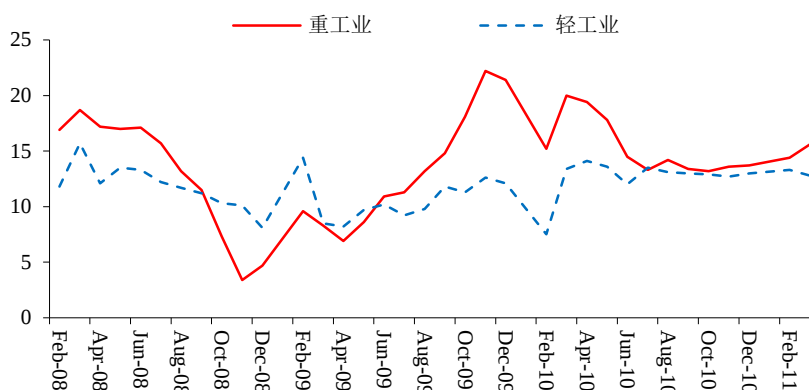
数据来源：CEIC，安信证券

从需求的结构来看，经济增长的驱动力量可能正在逐步从公共部门和房地产投资逐步转移到私人部门的投资。虽然总的固定资产投资增长相对平稳，但去年3季度后，制造业的投资出现了较明显的加速（图3）。与此同时，房地产开发投资正在缓步下降，政府投资在边际上也可能在逐渐减弱。看起来，投资需求的重心正在逐步转向可维持的私人部门的投资。

(2) 重工业增长超预期

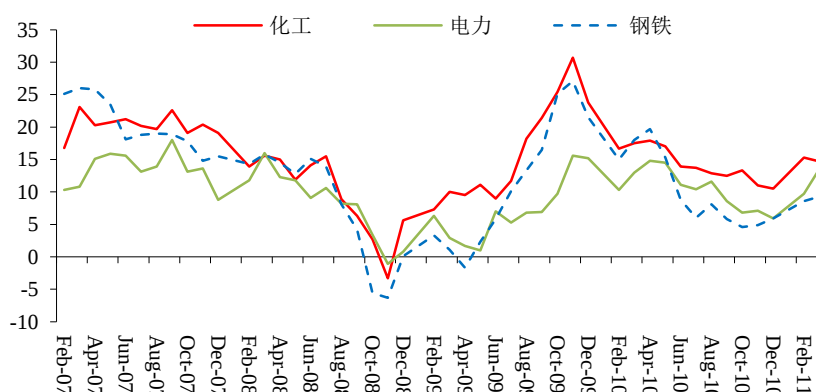
支持 1 季度内需的超预期部分看起来主要来自于化工、电力、钢铁等重工业行业增长超预期。从工业的分行业数据来看，中国的重工业在最近几个月开始明显加速，如果进一步剔除掉基数因素扰动的话，重工业的增长应该恢复到不低的水平。

图4：规模以上工业增加值同比 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

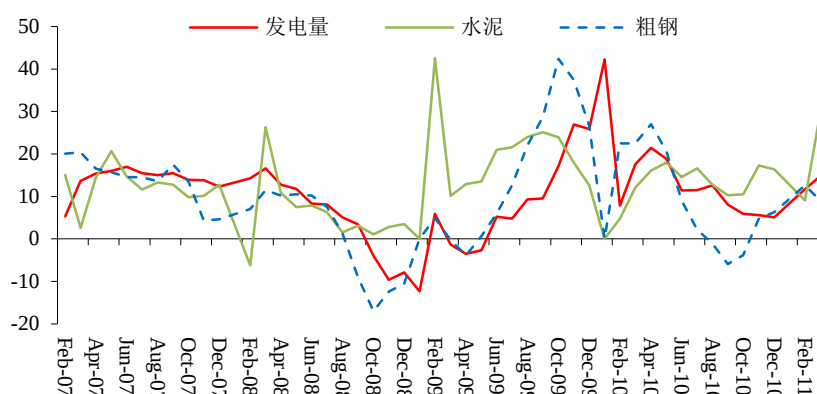
图5：部分周期行业工业增加值同比 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

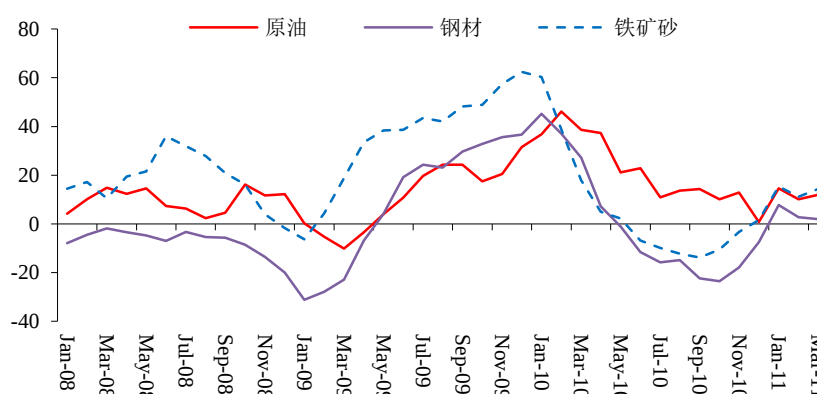
在主要工业行业中，化工、电力和钢铁等行业的增加值增长出现了明显的恢复，符合在新一轮经济周期中重工业等主要周期性行业率先启动的特征。从已经公布的主要工业品产量来看，发电、水泥和钢铁等产品的产量增速出现了普遍的上升，同时，主要工业原料，包括铁矿砂、钢材、原油的进口量都处在逐渐恢复的态势中。

图6：主要工业产品产量同比（%）



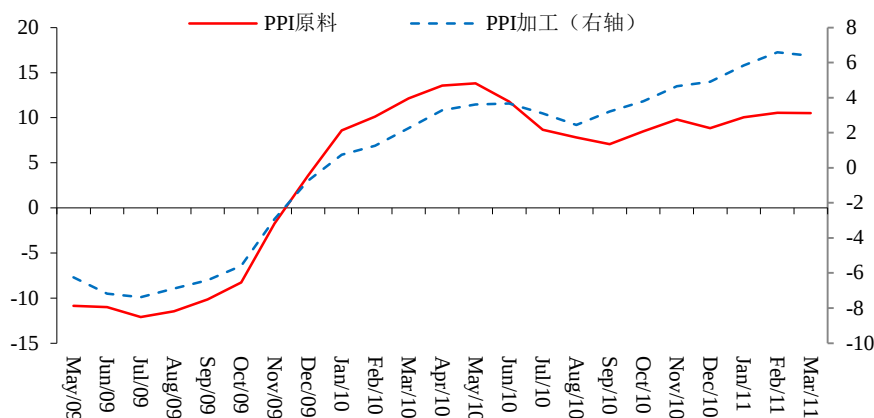
数据来源：CEIC，安信证券

图7：中国主要进口商品的进口量同比（MA3）



数据来源：CEIC，安信证券

图8: PPI 重工业和 PPI 轻工业的增速 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

如果进一步考虑到工业生产者价格指数继续爬高, 和普遍的企业盈利提升等数据, 看起来供求平衡的改善和产能利用率的提升是工业增长和工业品价格上升的主要力量。从 PPI 细项来看, 中下游的加工工业价格涨幅超越上游原料类工业品, 进一步显示了去产能化结束和供求改善的影响。

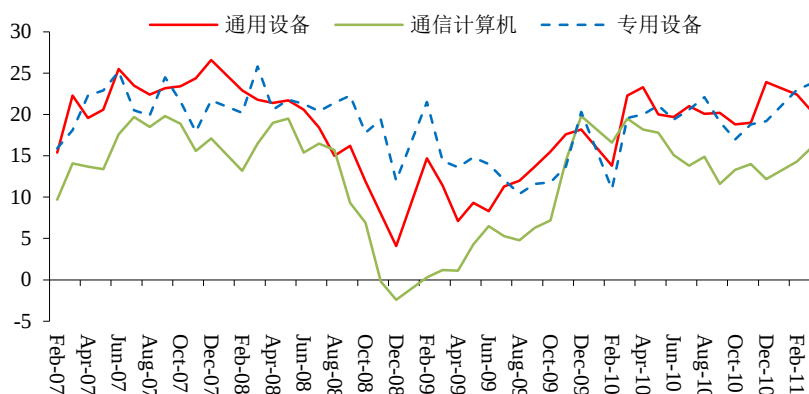
需要指出重工业, 包括钢铁、电力和化工的增加值和产量的上升, 一部分可能是节能减排放松的影响。但从进口和价格来看, 这个影响即使存在也不是主导性的。

(3) 机械设备和装备制造持续走强

在工业数据中, 机械设备和装备制造业等行业的生产延续了去年下半年以来持续走强的局面, 目前其增速处在历史最高水平附近。我们认为, 这一领域投资的系统性上升以及其技术进步的广泛扩散与新周期的启动可能密切相关。

这些行业的高增长和高盈利促使投资进一步走高，以及利润在不同行业里的扩散。我们会认为这将会是中国新周期可能的主导型行业。

图9：部分装备制造业的工业增加值同比（%）

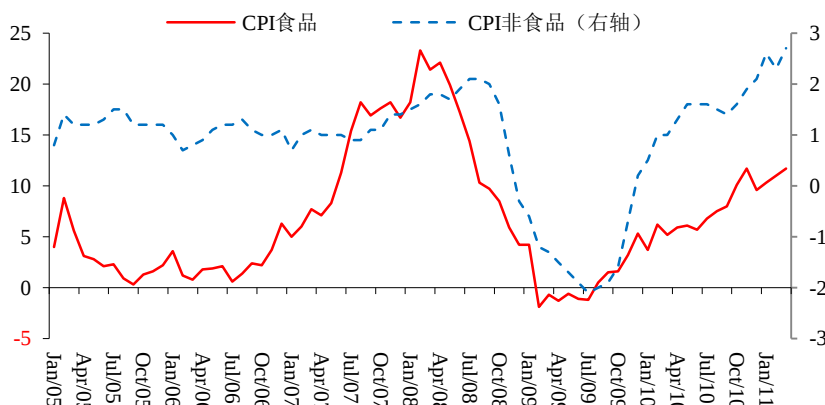


数据来源：CEIC，安信证券

（4）通货膨胀：下半年超预期的风险加大

CPI 通货膨胀水平在 3 月份创下新高。本次通胀同上一轮的区别是，核心通胀上升速度较快，CPI 非食品已超越 2008 年的最高水平。

图10：CPI 食品和 CPI 非食品（%）



数据来源：CEIC，安信证券

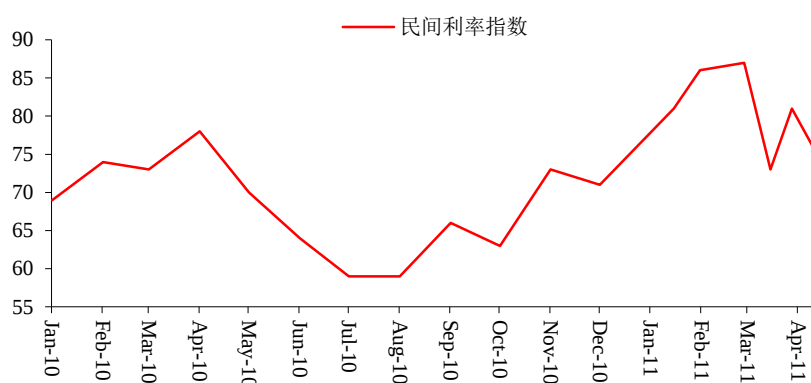
我们倾向于认为，通货膨胀的高点可能在年中附近，下半年的通货膨胀水平可能会有所回落。但在经济走过刘易斯拐点和新一轮经济周期逐渐启动的背景下，我们认为今年下半年通货膨胀超预期的风险在明显加大。

二、流动性阶段缓解

值得关注的是，近期流动性有一定放松的迹象。首先，2月份以来票据贴现利率在大幅度地下降；其次，观察我们收集和计算民间利率扩散指数，2月底见顶以后现在开始波动下降；再者，3月份的货币信贷增速都比市场预期要高，且银行间利率处于下降或不高的水平。宽松的流动性对股票市场和纪念币市场都会有一些比较积极的支持。

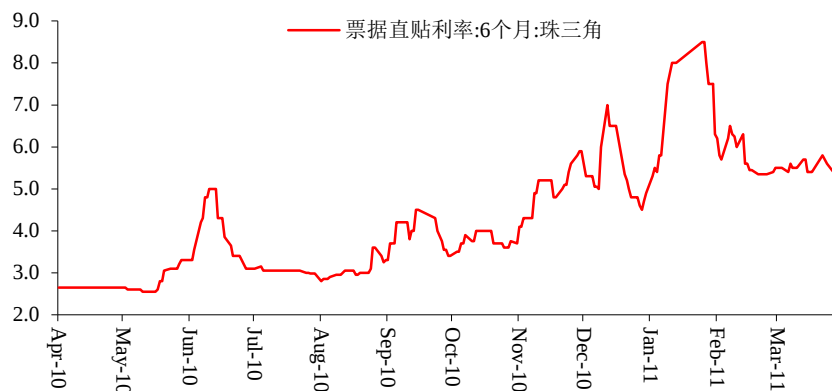
流动性缓解的现象无疑是令人困惑的，从通货膨胀的爬升到宏观政策的紧缩基调，从新周期的启动到欧央行的加息，似乎都显示流动性应该处在收紧的趋势中。我们认为问题可能主要出在供应层面。

图11：安信证券民间利率指数（%）



数据来源：安信证券研究中心

图12：票据贴现利率（%）



数据来源：CEIC，安信证券

流动性供应超预期存在以下几种可能：

第一，宏观政策在执行层面的三心二意，实际货币收得并不紧。这从银行间资金较松，利率较低和较高的货币信贷增速上可以看到端倪；

第二，企业和银行把很多短期融资业务放到表外，通过理财产品等渠道获得融资。这就绕过了一些宏观调控的管制措施；

第三，限购令等措施使得资金从房地产市场流出。

无论流动性缓解的原因是什么，在短期内，在流动性阶段性缓解继续维持的情况下，再考虑到企业盈利改善的趋势，我们对资本市场就需要抱有比此前更积极的看法。

从中长期来看，随着新一轮经济周期的启动，未来经济很可能走在增速不慢，通胀不低的道路上。宏观经济政策的基本导向仍然立足于控制通胀的紧缩性政策。所以，目前我们谨慎认为这一流动性缓解可能是临时性的，宽松的流动性

在中期内可能难以维系。

未来随着经济增长和通货膨胀的超预期，货币政策可能将骤然收紧，流动性会再次转向紧张。至于这样的转折具体发生在何时，需要边走边看。

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士、中国人民银行研究生部博士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

莫倩，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2007年4月加盟安信证券研究中心。

高伟栋，宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2009年7月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008年5月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

高善文、莫倩和尤宏业分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方禅	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034